

ΔLASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA SEMESTRAL

1º Semestre de 2021

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos de investimento antes de aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos leitores. Alguns destes fundos tem menos de 12 (doze) meses, para avaliação da performance de fundos de investimento é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses.

Processo de investimento e fundamentos quantificáveis

No ano de 2020 dedicamos nossas publicações para discorrer sobre temas que se mostraram pertinentes ao processo de investimento e à evolução da Alaska como gestora. Falamos de cultura corporativa e sua importância como pedra fundamental de grandes empreendimentos. Também comentamos da multiplicação do aprendizado que acontece quando combinamos experiências reais e conceitos teóricos vistos na literatura. Em 2021, na ausência de maiores gatilhos temáticos e sempre nos mantendo em discussões atemporais, iniciaremos uma série sobre nosso processo de investimento de uma ótica quantificável, discorrendo sobre elementos que julgamos importantes quando analisamos as finanças de uma companhia e as raízes desses números no mundo real.

Para elaborar os fundamentos quantificáveis da análise, temos primeiro que apresentar uma definição formal do que é uma empresa. De forma sucinta, definimos uma companhia como entidade econômica-social organizada para produzir oferta de bens ou serviços que buscam atender necessidades da sociedade. São organizadas por sócios proprietários que utilizam matérias-primas, capital e mão de obra com o objetivo comum de gerar riquezas e/ou oferecer soluções com propósitos sociais e ambientais, reunindo esforços para manutenção de sua existência. Tendo essa definição simplificada em mente, enxergamos que o papel do analista, antes de fazer qualquer estimativa sobre um negócio, é entender exatamente quais os processos que compõem essa cadeia de valor, como eles funcionam, de quem dependem e de quais fatores externos sofrem influência.

Dito isso, a análise de uma empresa não pode seguir um *script* linear, cada companhia tem suas particularidades e mecanismos geradores de valor. Porém, invariavelmente, toda análise envolverá um mergulho nas demonstrações financeiras de uma companhia. A ótica puramente qualitativa é inviável; da mesma forma que um médico recorre a exames para proferir diagnósticos mais exatos sobre seus pacientes, o analista tem que destrinchar Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado do Exercício (DREs) para compreender a realidade das companhias e negócios que busca formar opinião.

DREs são excelentes instrumentos para nos contar a história corrente da companhia, seu faturamento, como estão divididos seus custos e encargos e qual sua lucratividade de curto prazo, porém, sozinhas dizem pouco sobre a saúde de fato de um empreendimento. Da mesma forma, analisar exclusivamente o Balanço Patrimonial pode nos levar a conclusões precipitadas sobre sua situação de liquidez. A maneira que julgamos a mais justa e que melhor representa o funcionamento real da empresa, exige a análise simultânea das demonstrações financeiras, como se relacionam e se comportam ao longo do tempo. Não podemos nos concentrar exclusivamente na “foto”, temos que entender também o “filme”.

Dentro de todos os pontos passíveis de análise, consideramos a dinâmica de capital de giro especialmente importante para sintetizar o funcionamento das linhas de negócio de uma companhia, sua capacidade de gerar liquidez, sua saúde financeira e o histórico de comportamento de sua cadeia de valor e *stakeholders* como um todo. Formalmente, a definição de capital de giro líquido pode ser resumida como a subtração entre as contas de ativo circulante e passivo circulante do balanço. De forma mais simples, é o capital que uma companhia emprega para manter as operações ativas. Quanto mais alta sua necessidade de capital de giro, mais recursos são necessários, em forma de estoques ou caixa, para o negócio “rodar”.

$$\textit{Capital de giro líquido} = \textit{Ativo Circulante} - \textit{Passivo Circulante}$$

Considera-se um ativo circulante todo aquele com potencial para conversibilidade em caixa dentro do ciclo operacional natural de uma determinada companhia, portanto excluimos caixa e eventuais ativos imobilizados, mesmo aqueles com liquidez alta, dessa análise. Não se define um período fixo para a análise de conversão de caixa pois certos ramos produtivos possuem um ciclo naturalmente alto em suas operações, as vezes maiores que um ano. Restam então, as contas que representam valores em estoques, despesas antecipadas, recebíveis de clientes ou quaisquer recebíveis que fazem parte do ciclo operacional como contas na parte do ativo. Cada uma delas sintetiza um elemento da cadeia de geração de valor da companhia analisada, e valem ser discutidas em maior detalhe.

Recebíveis

Ao explorar as contas de recebíveis de uma companhia, temos uma ideia melhor do relacionamento operacional entre empresa e cliente. As contas do balanço irão demonstrar efetivamente quanto da receita de uma companhia ainda não foi convertida em caixa, e nos dá a condição de calcular quanto tempo, na média, demora esse processo de conversão. Para analisar o prazo médio de recebimento fazemos a seguinte conta:

$$\text{Prazo médio de recebimento (PMR)} = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita no período}} \times \text{Dias no período}$$

Olhar essa conta mais a fundo significa entender exatamente como um cliente adquire serviços ou produtos da determinada companhia, qual a condição de pagamento e, mais importante, qual o comportamento dessa dinâmica ao longo do tempo. Consideramos qualquer variação significativa no prazo médio de recebimento como chamariz para uma análise operacional mais profunda, pois indica alguma alteração na cadeia de valor da companhia. Um aumento desse número pode indicar um relaxamento na política comercial de uma determinada companhia por meio de alongamento de prazos ou concessões de crédito. Podem também indicar uma alteração no mix de produtos vendidos. Caso o aumento seja fruto de uma política de crédito mais relaxada, cabe ao analista entender o porquê, e se há alguma mudança no risco desses recebíveis.

Um exemplo recente foi visto na Cogna, após a extinção do FIES. Para continuar ofertando produtos de educação privada subsidiada para alunos, a companhia optou por criar produtos de crédito próprios para financiar mensalidades para alunos. O efeito foi um alongamento grande no prazo de recebimentos de clientes, já que os contratos firmados estendiam o pagamento das mensalidades para além da formatura dos alunos em questão. Por ser um produto subsidiado, era ofertado para alunos com certa fragilidade socioeconômica, naturalmente mais sensíveis a choques de renda, emprego ou mesmo mudanças na proposta de valor dos cursos escolhidos¹. Com o advento da pandemia e piora na situação econômica do país, vimos um percentual grande dos recebíveis não sendo honrados pelos alunos, causando ajustes negativos no DRE e balanço da companhia. Nesses casos, o que era recebível passa a ser reclassificado como Provisão para Devedores

Duvidosos, uma conta que não faz parte do capital de giro líquido da companhia. Além disso, a companhia faz, no momento da ausência de pagamento, ajustes negativos em seu DRE, de forma a eliminar as receitas que foram consideradas anteriormente, impactando negativamente o lucro corrente.

Uma redução do prazo de recebimento implica no oposto; a companhia está convertendo caixa num ritmo mais acelerado do que antes e vale a pena entender se essa mudança é permanente ou fruto de alguma condição passageira de mercado.

Estoques

Entendemos que a análise dos estoques é de suma importância para entender possíveis mudanças na capacidade de geração de caixa de uma companhia no curtíssimo prazo, e não podemos nos limitar exclusivamente ao número da linha do balanço. Há um componente setorial importante que deve ser levado em conta neste tema. Em empresas de *commodities*, por exemplo, a natureza dos estoques tem menos relevância, e o ponto principal que devemos nos atentar é o preço em que foram constituídos. Já em companhias que trabalham com produtos com certa sazonalidade, ou de moda, a análise dos estoques traz uma nova nuance e pode nos dar uma direção sobre o futuro das margens da companhia. A Marisa, ao final de 2015/início de 2016 esteve com um estoque de produtos de coleções anteriores num patamar elevado em relação ao seu padrão. Para uma empresa que trabalha com múltiplas coleções num ano, acumular estoque de coleções passadas é um péssimo negócio por gerar a necessidade de campanhas promocionais para “se livrar” dos produtos antigos².

Podemos usar a mesma lógica utilizada para calcular o ciclo de recebimentos de uma companhia para calcular em quantos dias, em média, uma companhia “gira” seus estoques. A diferença matemática está explícita na fórmula abaixo.

$$\text{Giro dos estoques} = \frac{\text{Custo das Mercadorias Vendidas}}{\text{Estoques}}$$

$$\text{Prazo médio dos estoques (PME)} = \frac{\text{Estoques}}{\text{Custo de Produtos Vendidos}} \times \text{Dias no período}$$

Dado que estoques são contabilizados com base no valor gasto com sua aquisição/produção, utilizamos o CPV (custo de produtos vendidos) para o cálculo. O valor resultante tem várias aplicações na análise profunda de um negócio. Uma redução do giro de estoques, por definição, mostra uma “velocidade” de vendas maior por parte da companhia analisada, e pode ser um sinal positivo ou negativo, dependendo do contexto.

Em outro contexto, uma queda dos estoques foi prenúncio de um momento ruim para Hering em 2013. A companhia terminou o ano de 2012 com estoques em patamares baixos em relação ao seu padrão normal, resultando em um primeiro trimestre de 2013 com quebra de estoques e perda de vendas por falta de produtos em prateleira em algumas lojas³.

Fornecedores e Contas a Pagar

O passivo circulante agrega as obrigações de curto prazo de uma companhia e, para o cálculo do capital de giro, optamos por somar apenas aquelas que tem natureza operacional, deixando de fora possíveis parcelas de endividamento de longo prazo que eventualmente são ali contabilizadas por estarem próximas do prazo de vencimento; dívidas de curta duração que normalmente são utilizadas para financiamento de capital de giro devem ser contabilizadas normalmente. Analisaremos contas de caráter tributário, trabalhistas e, mais importante de tudo, contas de fornecedores. As contas trabalhistas e tributárias dificilmente terão alguma relevância para análise de empresas de capital aberto devido ao tamanho e perfil de liquidez, no entanto as contas de fornecedores ilustram dinâmicas importantes sobre a cadeia de valor. Nessa conta enxergamos a relação comercial entre companhia e seus fornecedores, e conseguimos calcular, em média, qual o prazo de pagamento dos produtos adquiridos com a fórmula abaixo:

$$\text{Prazo médio de pagamento (PMP)} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras}} \times \text{Dias no período}$$

$$\text{onde } \textit{Compras} = \textit{Custo das Mercadorias Vendidas} + \\ (\textit{Estoque no final do período} - \textit{Estoque no início do período})$$

Assim como nas contas anteriores, acreditamos que qualquer variação relevante no prazo de pagamentos aos fornecedores é sinal para análise profunda em busca de uma justificativa operacional para o fato, já que não há interpretação objetiva para variações dessa conta. Um alongamento repentino do prazo de pagamentos pode indicar um problema de crédito com a empresa analisada, enquanto um alongamento gradual pode indicar um ganho de poder de negociação em relação à cadeia de fornecedores. Analogamente, uma redução também pode ter implicações negativas, representando uma perda de poder de negociação, como positivas. Recentemente a Braskem aproveitou sua robustez e geração de caixa recente e ofereceu um prazo de pagamento mais curto a seus fornecedores em troca de preços melhores⁴.

O capital de giro

Cada uma das contas supracitadas carrega, por si só, implicações relevantes para o entendimento do operacional e construção de um modelo qualitativo e quantitativo capaz de representar bem o ativo em questão. Adicionalmente, a análise combinada de todas, agregadas no capital de giro líquido, traz à tona questões relevantes sobre negócio, eficiência e geração de caixa. Abaixo ilustramos a fórmula matemática do capital de giro líquido, usando as contas que detalhamos anteriormente:

$$\textit{Ciclo do capital de giro} = \textit{PMR} + \textit{PME} - \textit{PMP}$$

Um valor positivo nessa operação mostra qual o caixa “consumido” com as operações de uma determinada companhia e implica que, para crescer, uma companhia exigirá investimento de recursos, seja para cobrir estoques ou o descasamento entre recebimentos e contas a pagar. Grande maioria dos negócios que analisamos tem esse perfil, e exemplos estão presentes em todos os setores. Quando esse valor é negativo, temos uma dinâmica em que os descasamentos de contas a pagar e recebíveis estão a favor da companhia; ela recebe de seus clientes antes de precisar pagar seus fornecedores. Isso gera um benefício ímpar,

permitindo que a empresa financie seu crescimento com os recursos antecipados e gerados pela própria expansão via capital de giro.

Alguns dos sucessos empresariais mais documentados do mundo são de companhias com esse tipo de operação. Amazon, Ambev, Magazine Luiza e Wal-Mart alimentaram suas espirais positivas de crescimento por encontrarem modelos de negócios capazes de operar com capital de giro negativo, cada uma com suas particularidades.

Para nós, o caso de Magazine Luiza é especialmente emblemático pois conseguimos acompanhar de perto a transição da companhia de um modelo “tradicional” de capital de giro, para uma estrutura capaz de autofinanciar parte de seu crescimento. Em 2015 a companhia estava começando sua revolução digital e a cada trimestre que passava víamos citações dos executivos da empresa referenciando as novas iniciativas implementadas com o fim de reduzir atritos na operação da companhia. Algumas dessas tecnologias buscavam melhorar assertividade de vendas, adensar rotas de entrega e melhorar experiência tanto do vendedor quanto do consumidor, porém medir o andamento da digitalização da companhia é uma tarefa desafiadora para um analista que depende exclusivamente de números e informações públicas. O momento da economia brasileira dificultava ainda mais o processo, pois a depressão econômica que o país vivenciava tornava mais nebulosa a análise de vendas, considerando a queda generalizada deste segmento específico.

As pistas de que a revolução digital do Magazine traria benefícios exponenciais para a companhia foram dadas pelo andamento do capital de giro durante o trimestre que antecedeu a troca de gestão da companhia, celebrada no ML Day 2015. A geração de caixa através do capital de giro no período sugeria uma mudança no perfil das operações, mas que ainda poderia ser justificada pela sazonalidade positiva existente nos últimos trimestres dos anos. Ao longo de 2016, no entanto, os efeitos das iniciativas digitais tornaram-se ainda mais evidentes, e os ganhos operacionais durante o ano resultaram num capital de giro ainda mais negativo do que o que foi visto em dezembro do ano anterior⁵. A valorização das ações da companhia no período evidenciava que parte dos investidores estava ciente desta evolução, mesmo assim, acusações de “bolha” e “exagero” ainda existiam por parte de quem fixava as atenções nos altíssimos

índices Preço/Lucro que a companhia apresentava devido à baixa lucratividade; em 2016 o Magazine lucrou apenas 86 milhões de reais, 0,9% de sua receita de 11 bilhões.

Ano após ano, geração de caixa através do capital de giro foi força motriz da companhia e capitaneou o processo de desalavancagem e investimentos em tecnologia visto durante os anos de 2016-18, antes de suas captações de recursos no mercado em 2018 e ao final de 2019.

Implicações para toda a cadeia

As informações que retiramos da análise do capital de giro compreendem toda a cadeia de valor de uma companhia, e podem trazer à luz algumas fragilidades e riscos menos óbvios de uma empresa. Companhias que dependem de múltiplos fornecedores de pequeno/médio porte podem se encontrar na posição de terem de “absorver” impactos de crises econômicas através da gestão de prazos de fornecimento, linhas de crédito ou até mesmo manutenção de pedidos. Vimos exemplos pontuais em empresas como Magazine Luiza e Lojas Renner no ano passado, que adiantaram pagamentos, forneceram crédito e mostraram preocupação na manutenção da saúde financeira de seus fornecedores.

Papel na construção de uma estrutura pró-sustentabilidade

Outras responsabilidades podem surgir de uma companhia no “centro” de suas cadeias de valor. O avanço das discussões de temas de sustentabilidade trouxe para um investidor uma responsabilidade maior em suas decisões de investimento. Entendemos que, principalmente em países emergentes, o caminho para sustentabilidade não pode ser percorrido com guinadas radicais e atalhos, e sim através da construção gradual de condições para que todo o ecossistema consiga se adaptar sem quebras ou choques. Com essa diretriz em mente, entendemos que é o papel de grandes companhias capitanearem processos graduais na direção certa, e que o capital de giro pode ser um catalisador para esse processo.

Em linha com a lógica de não criar disrupções, uma grande companhia pode criar incentivos e condições diferenciadas de financiamento dentro de sua cadeia de fornecedores para negócios e linhas de produtos que compactuem com metas sustentáveis de longo prazo, e, na margem, redistribuindo o ônus de mudanças entre todos os elos da cadeia.

Sabemos que a discussão sobre capital de giro, e o processo de análise de empresas em geral, é muito maior do que algumas páginas de explicação conceitual e exemplos anedóticos que juntamos ao longo dos anos, mas queremos ilustrar parte da complexidade desse processo e como certas informações gerenciais podem estar “escondidas a céu aberto” num balanço empresarial. A análise do capital de giro não é bala de prata em qualquer processo de investimento; nada é. Mas seu entendimento é fundamental para compreensão de qualquer empresa, seja ela listada ou não.

Atribuição de resultados

A composição do desempenho do semestre por classe de ativo é mostrada abaixo:

1º Semestre de 2021	Renda Variável	Juros	Câmbio	Caixa	Custos*	Total
Alaska Black Institucional FIA	18,70%	-	-	0,02%	-1,53%	17,19%
Alaska Black FIC FIA – BDR Nível I	16,72%	0,06%	4,10%	0,17%	-1,43%	19,61%
Alaska Black FIC FIA II – BDR Nível I	16,72%	0,06%	4,10%	0,17%	-1,05%	19,99%
Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM	12,61%	-	-	0,66%	-3,05%	10,22%
Alaska 100 Icatu Previdenciário FIM	18,34%	-	-	0,05%	-4,17%	14,22%
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 70	12,65%	-	-	0,37%	-1,10%	11,92%
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 100	18,46%	-	-	0,02%	-1,12%	17,36%
Alaska Black 70 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	12,60%	-	-	0,38%	-3,12%	9,87%
Alaska Black 100 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	18,27%	-	-	0,03%	-4,35%	13,95%
Alaska Previdência 100 FIC FIM	17,90%	-	-	0,08%	-5,42%	12,56%

Holding de empresas

Enxergamos a carteira de ações dos fundos “Alaska Blacks” como uma *holding* de companhias.

1. Investimentos e Desinvestimentos:

As carteiras de ações dos fundos Alaska Black Institucional FIA e Alaska Black Master FIA – BDR Nível I seguem muito parecidas, com apenas pequenas diferenças nos tamanhos das posições e três nomes adicionais no segundo fundo.

- a. **Alaska Black Institucional FIA:** ao fim do primeiro semestre de 2021, o fundo era composto por dezoito ações. Houve a entrada de uma empresa do setor de

- Shoppings Centers e a incorporação de uma ação do setor de logística.
- b. **Alaska Black Master FIA – BDR Nível I:** ao fim do primeiro semestre de 2021, a carteira de ações do fundo era composta por vinte e uma empresas.
2. **TIR da holding:** A taxa interna de retorno esperada da carteira de ações no final do primeiro semestre de 2021 era de 23,02% a.a. No final de 2020, a taxa de retorno estimada era de 26,26% a.a.
3. **Proventos:**
- a. **Alaska Black Institucional FIA:** no primeiro semestre de 2021, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 1,10% do patrimônio no final do período.
- b. **Alaska Black Master FIA – BDR Nível I:** no primeiro semestre de 2021, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 1,00% do patrimônio no final do período.

Mostramos na tabela abaixo a receita e o lucro da “*holding* Black”, bem como quanto esses valores representam do patrimônio do fundo.

Comparamos a carteira do fechamento do primeiro semestre de 2021 com a carteira que tínhamos há um ano, considerando os resultados dos últimos quatro trimestres divulgados. A redução de receita é devido à exposição maior a empresas com múltiplos sobre a receita superiores (Receita/Valor de Mercado e Lucro/Valor de Mercado). Essa explicação é válida também para o quadro que compara receita e lucro da “ *Holding Black*” como porcentagem do patrimônio do fundo. A margem líquida (Lucro líquido/Receita Líquida) da “ *Holding Black*” saiu de -0,11% no final do segundo semestre de 2020 para 3,93% no final do primeiro semestre de 2021. O resultado líquido de uma empresa específica impactou negativamente o lucro líquido da *holding* devido a provisões de perdas nas carteiras dos dois semestres.

R\$ Milhões	30/06/2020	30/06/2021	Variação
Receita Líquida	1.813,13	1.538,27	-15,16%
Lucro Líquido	-2,03	60,44	N/A

% do PL do fundo	30/06/2020	30/06/2021	Variação
Receita Líquida	89,80%	75,00%	-16,47%
Lucro Líquido	-0,10%	2,95%	N/A

Mercados

O primeiro semestre de 2021 ficou marcado pelo bom desempenho das bolsas mundo afora, com destaque para as americanas que marcaram sucessivas máximas históricas no período. Cestas de *commodities* também se valorizaram, puxadas principalmente pela forte alta do petróleo, enquanto o dólar se fortaleceu contra seus principais pares.

A valorização das bolsas pode ser atribuída: i) à reabertura econômica ao longo do semestre, principalmente nos países desenvolvidos, possibilitada pela vacinação em massa iniciada na maior parte desses países ainda em janeiro; ii) à ampla liquidez nos mercados e pacotes fiscais visando a recuperação econômica; iii) ao patamar historicamente baixo das taxas longas de juros, o que favorece a alocação de capital em bolsa.

Quanto às *commodities*, o desempenho pode ser atribuído aos seguintes fatores: i) pelo lado da demanda, tivemos um aumento ao longo do semestre, resultado da recuperação da atividade econômica; ii) pelo lado da oferta, as cadeias produtivas de alguns setores foram fortemente afetadas pelas paralisações adotadas durante a pandemia; iii) posições especulativas compradas em cestas de *commodities* utilizadas como instrumentos para se proteger da inflação.

Já a moeda americana se fortaleceu contra seus principais pares. Foram dois os principais fatores responsáveis por essa valorização, e ambos contribuem marginalmente para a retirada dos estímulos monetários de forma antecipada: i) recuperação da atividade econômica bastante robusta e acima do previsto meses atrás; ii) índices inflacionários correntes pressionados e acima de um patamar considerado benigno.

No mercado local, os ativos de risco foram beneficiados pelo ambiente externo favorável, porém não deixamos de ter mais um semestre cheio de ruídos vindos de Brasília. Ao longo da primeira metade do ano foram vários os temas que tomaram a atenção dos investidores: i) extensão do auxílio emergencial e sua magnitude; ii) aprovação ou não da PEC Emergencial e se condicionada ou não ao teto de gastos; iii) CPI da Pandemia e suas consequências políticas; iv) falta de coordenação entre o governo federal e os estaduais na condução da vacinação; v) troca no comando da Petrobrás; vi) anulação dos casos de Lula na Lava-Jato pelo ministro Edson Fachin, entre outros.

Apesar desses inúmeros ruídos políticos, prevaleceu sobre o mercado local, além do ambiente externo favorável, a expectativa de que cedo ou tarde a atividade econômica iria se recuperar do tombo do ano passado. Essa expectativa foi se confirmando ao longo do semestre com a divulgação de sucessivos dados econômicos melhores que o esperado. Outro fato que contribuiu para o bom desempenho dos ativos locais foi a divulgação, mais especificamente a partir de abril, de vários indicadores fiscais consideravelmente melhores que o esperado. Tanto a receita surpreendeu positivamente, beneficiada pela recuperação da atividade econômica de forma robusta e pela inflação, quanto os gastos do governo, que se mostraram mais controlados do que o inicialmente previsto.

Enquanto a bolsa e a moeda local se valorizaram, as taxas de juros tiveram um semestre mais difícil, o que resultou em aumento de taxas por toda curva. Além dos receios fiscais oriundos da extensão dos programas assistenciais, os juros também foram fortemente afetados pela alta da inflação corrente e seus impactos negativos nas expectativas para fechamento de 2021 e 2022. Com o intuito de combater a inflação e ancorar as expectativas, o Banco Central iniciou o ciclo de aperto monetário em março, contribuindo também para a alta das taxas.

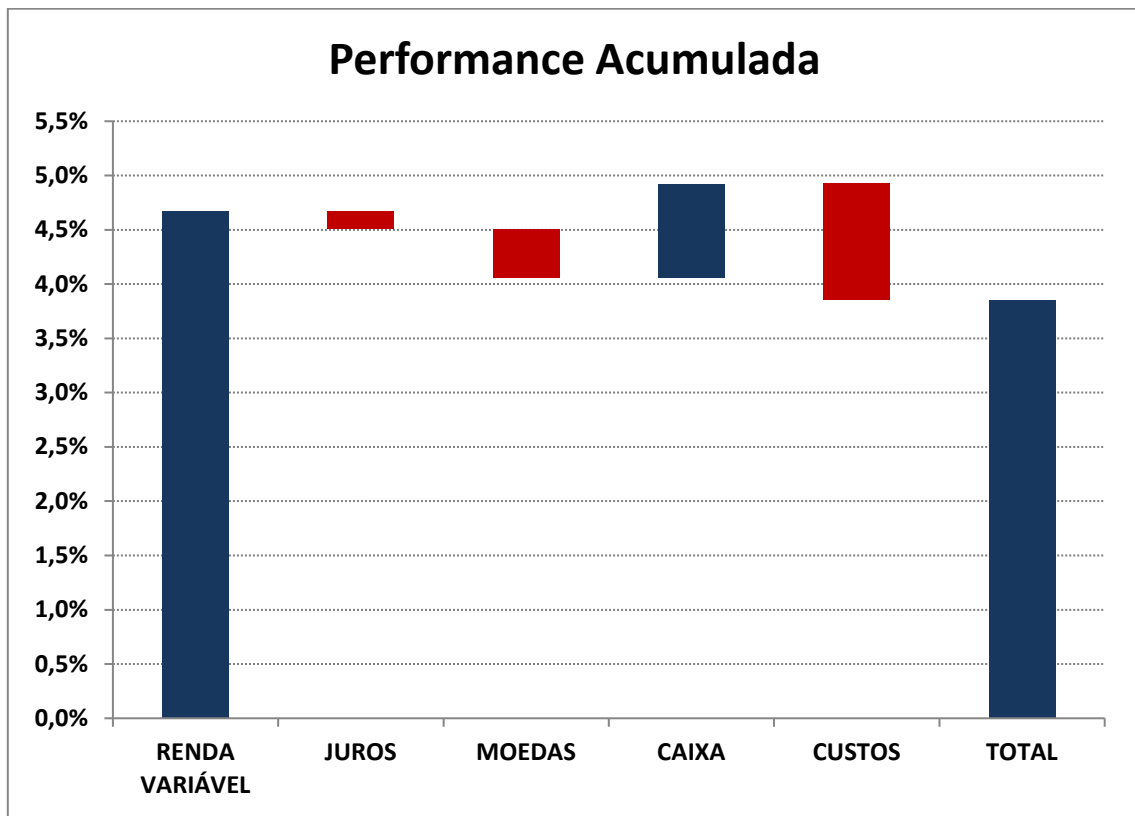
Alaska Range

O fundo Alaska Range fechou o primeiro semestre de 2021 com uma rentabilidade de 3,86%, enquanto o seu *benchmark*, o CDI, fechou com uma alta de 1,63%. A maior contribuição foi a classe de ativo ações/índices, beneficiada principalmente pelo desempenho superior da carteira de ações contra o índice na estratégia *long/short*. Já as demais classes de ativos de risco, moedas e juros, contribuíram de forma negativa.

No mercado de renda variável, ambas estratégias, *long/short* e direcional, contribuíram de forma positiva: 3,00% e 1,67%, respectivamente. O desempenho superior da carteira de ações em relação ao índice deve-se principalmente às posições no setor petroquímico; do lado negativo, destaca-se o setor de logística. Na parte direcional, o fundo carregou posições compradas ao longo do semestre e se beneficiou com a valorização da bolsa local.

Em juros, o fundo iniciou o ano vendido em taxa na parte intermediária da curva. Essa posição foi encerrada já em janeiro e sua contribuição foi -0,58% no semestre. Desde então, o fundo não carrega posições direcionais nesse mercado. Ainda em juros, o fundo carrega posições de arbitragem na curva, tendo essa estratégia contribuído com +0,41% no semestre.

Em moedas, o fundo carregou posição vendida em dólar contra o real na maior parte do semestre. Iniciou o ano com uma posição próxima à 20% do patrimônio, porém essa posição foi reduzida à metade quando o dólar/real se aproximou das máximas. Devido ao custo da redução da posição, a contribuição dessa estratégia foi negativa no semestre em 0,44%, mesmo com a valorização da moeda local no período.



Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management

	1S21	Desde Início*
Alaska Black Institucional FIA	17,19%	194,18%
Ibovespa	6,54%	83,63%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	54,48%
CDI	1,27%	26,74%

*Início em 21/02/2017

	1S21	Desde Início*
Alaska Black FIC FIA – BDR Nível I	19,61%	296,76%
Ibovespa	6,54%	123,42%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	194,47%
CDI	1,27%	116,31%

*Início em 29/12/2011

	1S21	Desde Início*
Alaska Black FIC FIA II – BDR Nível I	19,99%	101,45%
Ibovespa	6,54%	105,13%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	56,70%
CDI	1,27%	28,92%

*Início em 03/01/2017

	1S21	Desde Início*
Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM	10,22%	43,83%
IMA-B	-0,72%	40,38%
Ibovespa	6,54%	49,98%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	39,77%
CDI	1,27%	14,91%

*Início em 02/05/2018

	1S21	Desde Início*
Alaska 100 Icatu Previdenciário FIM	14,22%	18,37%
IMA-B	-0,72%	4,46%
Ibovespa	6,54%	24,03%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	16,56%
CDI	1,27%	3,31%

*Início em 05/03/2020

	1S21	Desde Início*
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 70	11,92%	18,04%
IMA-B 5	1,29%	10,47%
Ibovespa	6,54%	18,26%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	21,42%
CDI	1,27%	4,86%

*Início em 31/10/2019

	1S21	Desde Início*
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 100	17,36%	20,84%
IMA-B 5	1,29%	10,39%
Ibovespa	6,54%	17,20%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	21,37%
CDI	1,27%	4,84%

*Início em 01/11/2019

	1S21	Desde Início*
Alaska Black 70 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	9,87%	18,90%
IMA-B	-0,72%	7,80%
Ibovespa	6,54%	36,65%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	15,37%
CDI	1,27%	2,38%

*Início em 12/06/2020

	1S21	Desde Início*
Alaska Black 100 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	13,95%	30,14%
IMA-B	-0,72%	9,70%
Ibovespa	6,54%	43,08%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	15,70%
CDI	1,27%	2,48%

*Início em 01/06/2020

	1S21	Desde Início*
Alaska Previdência 100 FIC FIM	12,56%	13,30%
IMA-B	-0,72%	0,12%
Ibovespa	6,54%	7,64%
IPCA + 6% a.a.	6,81%	7,26%
CDI	1,27%	1,31%

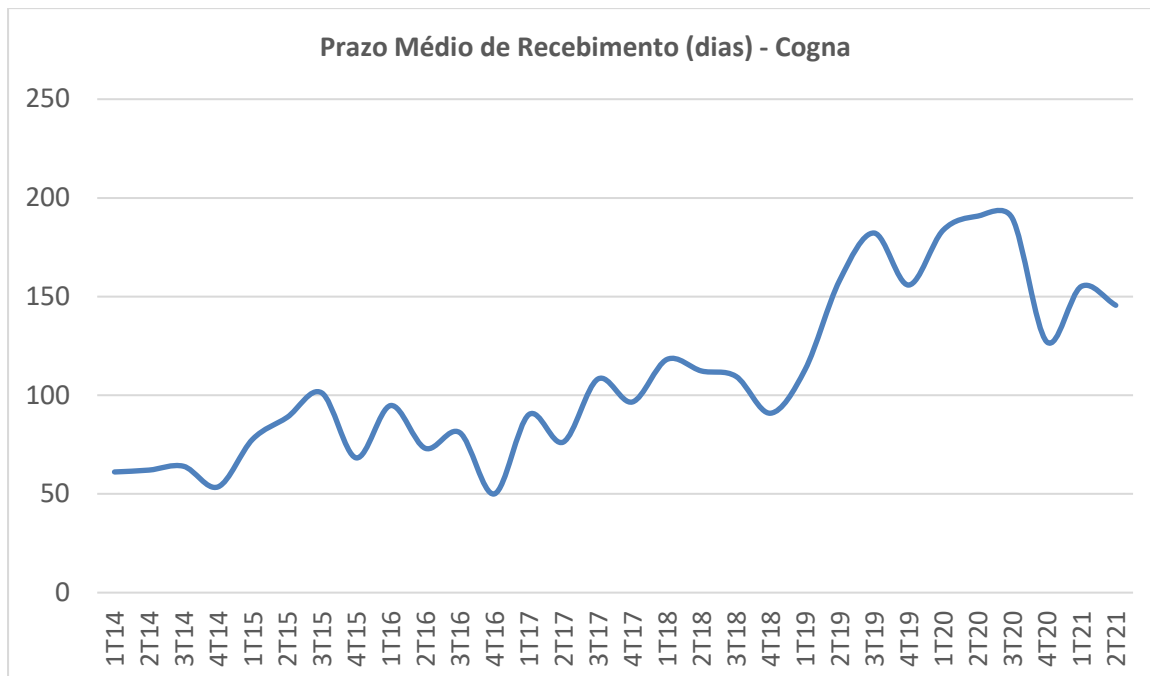
*Início em 23/12/2020

FUNDO	1S21	ANO	DESDE O INÍCIO	INÍCIO DO FUNDO	PATRIMÔNIO
Alaska Range FIM	3,86%	3,86%	72,83%	1-jul-2015	122.427.753,15
% do CDI	304%	304%	127%	-	-
Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I *	19,61%	19,61%	296,76%	29-dez-2011	1.897.752.677,78
IPCA + 6%	6,81%	6,81%	194,47%	-	-
Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I	19,99%	19,99%	101,45%	3-jan-2017	478.675.500,98
IBOVESPA	6,54%	6,54%	105,13%	-	-
Alaska Black Institucional FIA	17,19%	17,19%	194,18%	21-fev-2017	2.050.906.372,31
IBOVESPA	6,54%	6,54%	83,63%	-	-
Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM	10,22%	10,22%	43,83%	2-mai-2018	335.540.750,47
IMA-B	-0,72%	-0,72%	40,38%	-	-
Alaska 100 Icatu Previdenciário FIM	14,22%	14,22%	18,37%	5-mar-2020	18.281.503,26
IMA-B	-0,72%	-0,72%	4,46%	-	-
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 70	11,92%	11,92%	18,04%	31-out-2019	24.370.020,57
IMA-B 5	1,29%	1,29%	10,47%	-	-
Alaska Black Advisory XP Seg Prev FIC FIM 100	17,36%	17,36%	20,84%	1-nov-2019	75.774.940,19
IMA-B 5	1,29%	1,29%	10,39%	-	-
Alaska Black 70 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	9,87%	9,87%	18,90%	12-jun-2020	16.669.405,22
IMA-B	-0,72%	-0,72%	7,80%	-	-
Alaska Black 100 Advisory XP Seg Prev FIC FIM	13,95%	13,95%	30,14%	1-jun-2020	27.220.340,40
IMA-B	-0,72%	-0,72%	9,70%	-	-
Alaska Previdência 100 FIC FIM	12,56%	12,56%	13,30%	23-dez-2020	4.716.667,84
IMA-B	-0,72%	-0,72%	0,12%	-	-

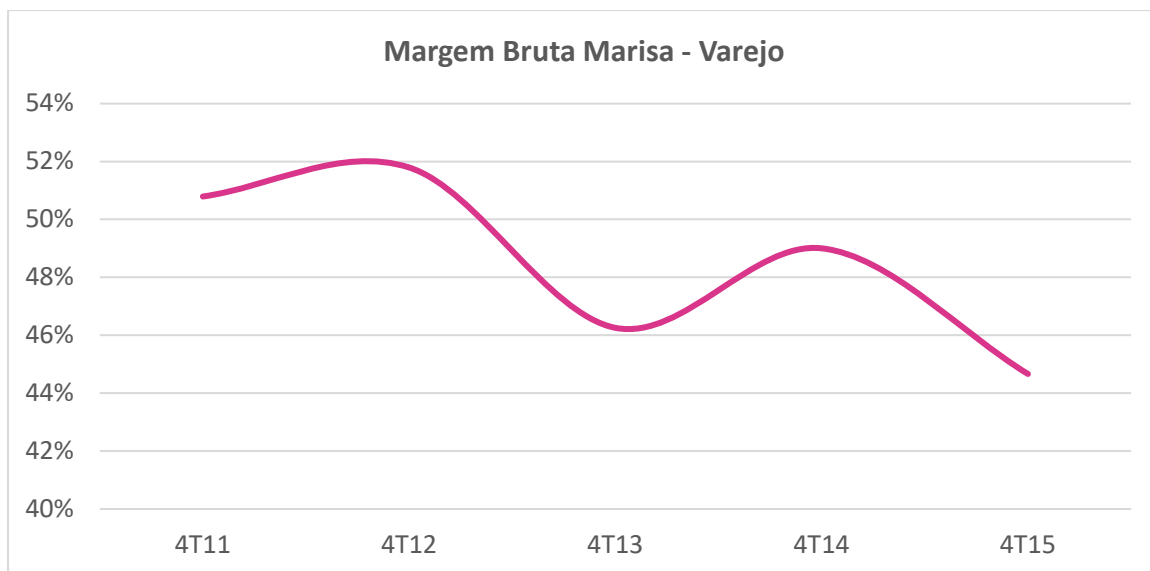
INDICADORES	1S21	ANO
CDI	1,27%	1,27%
DOLAR (PTAX)	-3,74%	-3,74%
IBOVESPA	6,54%	6,54%
IMA-B	-0,72%	-0,72%
IMA-B 5	1,29%	1,29%
IPCA	3,82%	3,82%
IPCA + 6%	6,81%	6,81%

Apêndice

¹ Cogna: aumento do prazo médio de recebimento com a extinção do FIES.



² Entre 2015 e 2016, a Marisa [sacrificou parcela da margem bruta](#) para acelerar a redução do patamar de estoques e a entrada da nova coleção.



³ A desestocagem iniciada no 4T12 resultou em oferta limitada principalmente de produtos promocionais nas prateleiras das lojas Hering, resultando em [queda de vendas](#) no critério “mesmas lojas” no 1T13.

	1T12	1T13	Var.
Crescimento Same Store Sales ⁽²⁾	4,0%	-0,8%	-4,8 p.p

⁴ O resultado operacional do 2T21 e a posição de caixa da Braskem favoreceu a redução de prazos de pagamentos aos fornecedores, o que impactou o capital de giro, mas permitiu melhores condições nas aquisições de matérias primas.

Geração Líquida de Caixa R\$ milhões	2T21 (A)	1T21 (B)	2T20 (C)	Var. (A)/(B)	Var. (A)/(C)
Resultado Operacional Recorrente	9.400	6.943	1.511	35%	522%
Varição do capital de giro ¹	(5.646)	(2.882)	(1.346)	96%	319%
CAPEX Operacional	(683)	(436)	(278)	57%	145%
Juros Pagos	(459)	(1.131)	(522)	-59%	-12%
Pagamento de IR/CSLL	(1.032)	(318)	(66)	224%	1457%
Investimentos Estratégicos	(51)	(54)	(291)	-6%	-83%
Outros ²	25	15	14	62%	81%
Geração Livre de Caixa³	1.554	2.136	(980)	-27%	n.a.

Capital de Giro e Geração de Caixa – [Release](#) 2T21 Braskem

Na [Teleconferência de Resultados](#) (página 9 da Transcrição da Teleconferência), o CFO da companhia, Pedro Freitas, justificou a estratégia da companhia.

5

Magazine Luiza	Unidade	dez-14	dez-15	dez-16	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20
Capital de Giro	Milhões R\$	349	(20)	(615)	(915)	(1.271)	(1.842)	(3.559)

Capital de Giro Ajustado: [Planilha](#) de Resultados - Magazine Luiza